

# ***Center for Economic Institutions***

## ***Working Paper Series***

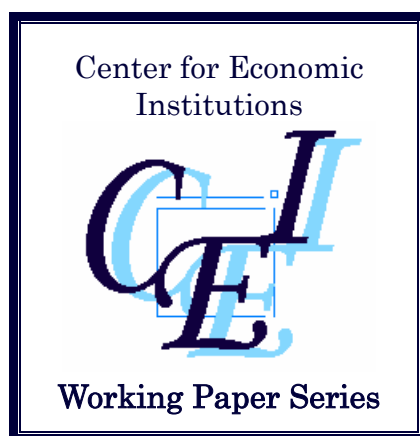
**CEI Working Paper Series, No. 2005-3**

### ***"What are Characteristics of Financial Systems in East Asia as a Region?"***

Qun Liu

Shin-ichi Fukuda

Juro Teranishi



Institute of Economic Research  
Hitotsubashi University  
2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8603 JAPAN  
Tel: +81-42-580-8405  
Fax: +81-42-580-8333  
e-mail: [cei-info@ier.hit-u.ac.jp](mailto:cei-info@ier.hit-u.ac.jp)

## 東アジアの金融システムの地域的特質

福田慎一・劉群・  
寺西重郎  
(2005 年 7 月)

本書及び姉妹編（東南アジア編）においてわれわれは、東アジアの金融システムの歴史的長期的展開過程を分析してきた。分析の焦点を東アジアに合わせたことは、日本が東アジアの一員であることによっているとともに、東アジアの金融システムになんらかの地域としての制度的特質があるという暗黙の想定をおいていることにかかわっている。しかしながら、制度の東アジア的特質ということは必ずしも自明のことではない。たとえば近年流行中の東アジア共同体をめぐる論議でも、アジア地域と多様性や地域的アイデンティティの欠如などがしばしば指摘されている。本章の課題は、2002 年時点の企業レベルのマイクロデータを用いて、東アジアの金融システムを他地域 —— 先進諸国、南アジア、南米、アフリカ・中東諸国 —— のそれと比較することにより、金融システムに東アジア的特質があるか否かを考えることにある。

分析は、金融システムの 1 構成要素である企業の資金調達構造に関してなされる。これは金融システム比較としてはかなり限定的なアプローチである。より一般的には、たとえば銀行中心の金融システム対市場中心の金融システムという概念構成にたつて赤字主体である企業の資金調達面だけでなく黒字主体である家計の資産選択行動をも視野に入れた分析がなされることが多い。Mayer (1990)はそうした視点からの国際比較分析の嚆矢であり、Allen and Gale (2000)は、Mayer と同様に米、日、英、独、仏などの先進国について比較制度の立場から金融システムの包括的な理論的考察を行なっている。また、Demirgüç-Kunt and Levine (2001)では、こうした研究を途上国にまでひろげ 150 カ国のクロス・セクション比較を行なうとともに、アジアや南米の若干の特定国について、金融構造と経済発展についての詳細な分析を行なっている。われわれの分析は、こうした分析より狭い視点に立つものであるが、他方で金融システムに地域的特質があるか否かという新しい観点から、上記 5 地域間の比較を行なうという意味でオリジナルな試みである。

企業の資金調達の国際比較的分析についての既存文献としては Rajan and Zingales (1995) と Booth, Aivazian, Demirgüç-Kunt and Maksimovic (2001)が代表的である。前者は、G-7 諸国を対象にマイクロ企業データによって企業の資金調達 (firm leverage) の決定因を論じたものであり、これら先進諸国では企業の資金調達行動はほぼ同質的であり、資産のタンジビリティ (総資産に占める固定資産の割合)、市場価値の帳簿価値に対する比率 ((株式の市場価値+その他資金調達) / 使用総資産の帳簿価値)、規模、利潤率などの変数によって統計的に説明できることを示した。後者の論文はアジア、南米、アフリカ、中東などから 10 の途上国を選び、企業の資金調達行動を計量的に分析したものである。これらの途上国について Rajan と Zingales に用いられた諸変数を使って計量分析を行なった結果、これらの変数が途上国につい

でもある程度有意な説明力をもつものの、10 カ国の企業をプールした分析では国ごとの特殊要因の影響が強く、途上国における企業の資金調達先進国にくらべて多様性に富むものであることが示されている。

東アジアの金融システムについては、銀行の役割がきわめて大きいこと及び企業の同族所有の傾向が強いことがその特徴としてしばしば指摘されてきた。たしかに、開発主義的志向の強い政府の下で、国有化された銀行や政策金融機関による融資が重要な役割を演じてきたし、また近年の通貨危機でも銀行による短期性外資の導入が大きなインパクトをもったことなどは耳新しい<sup>1</sup>。しかし、他方で、途上国では一般に先進国にくらべて負債特に長期負債のシェアが小さいことが知られているし (Booth et. al. p. 91)、アジアについてもタイなどでは負債シェアは必ずしも高くないことが指摘されている (Mieno and Gunji 2004)。また、東アジアでは富裕な家族同族による企業支配が強く、彼等はピラミダルな企業グループを形成することによって cash flow right 以上の voting right をもち、少数株主の搾取を行なっているといわれる (Claessens, Djankov, Fan and Lang 1999)。具体的には、ミクロ企業データで、企業の市場価値を被説明変数とする回帰分析を行ない、大株主の cash flow right /voting right が正で有意な効果をもつことが示された。しかし、後にみるように、La Porta, Lopez-do-Silanes, Shleifer and Vishny (1997) のデータによって分析すると、東アジアの投資家の権利は、先進国にくらべて有意に強い。また、アジアにおける外部資金動員 (external financing) の程度は先進国とくらべて遜色がない。外部投資家は十分事後的に資金を供給しているわけであって、本当に支配的株主から搾取されているのであれば、そうしたことはありえないはずである。Cash flow right と voting right の乖離 (voting premium) が、株価引下げ要因であるということが、支配的株主と外部投資家の間の相互交渉と、結果としての外部資金の供給・調達にどのようにかかわっているのかという点のメカニズムはいまだ十分に解明されていないのであり、同族による企業の所有構造をいかなる意味で東アジア的特質とみなすかについては、多くの論点がいまだ残されたままであると言えよう。

以下ではまず、[1]で、東アジアの企業資金調達の地域的特徴を摘出し、[2]でそうした地域的特質の生じた背景について暫定的考察を行なう。

## [1] 企業資金調達構造の地域間比較

われわれが用いる企業のミクロデータは Bureau van Dijk 社から出されている Osiris データの 2002 年版である。対象は銀行などを除く非金融企業であり、上場のみならず非上場の大企業を含む。収録されている企業の中から、データの不完全なもの、異常値を示すものなどを除き、46 カ国 26,013 社を選定した。対象国は La Porta et. al (1998) にとりあげられている 49 カ国のうち Osiris データの得られないナイジェリア、エクアドル、ウルグアイを除いた 46 カ国である。国名と国ごとのサンプル企業数は表 1 の左列に示され

<sup>1</sup> さらに本書ではとりあげないが重要なポイントとして、家計資産に占める銀行預金の割合が東アジアできわめて高いことがある (インドネシア (1999 年) 93.9%、韓国 (1997 年) 35.1%、タイ (1998-1999 年平均) 95.5%)。

ている。地域は5地域からなり、それぞれ東アジアは8カ国、南アジアは3カ国、アフリカ及び中東は8カ国、南米は6カ国、先進国は21カ国から構成されている。日本は先進国に所属するものとされている。また韓国、メキシコ、トルコはOECD加盟国であるが、それぞれ東アジア、南米及びアフリカ・中東に所属するものとする。

表1は、各国ごとに企業の資金調達の手段ごとの残高の使用総資産に対する比率の平均値を計算したものである。負債合計はOsirisデータのliabilities and debtであり、長期のみならず短期負債を含み、銀行からの債務だけでなく企業間信用のかたちの債務及び事業債やCPなどの市場性債券による債務をも含む。負債合計のうちの長短の銀行借入、銀行や関連企業などからの長期負債及び事業債発行高は内数として示されている。株式はshare capitalであり、普通株だけでなく優先株などの全ての発行済株式を含む。内部留保は、株式以外の全ての資本項目の総称であり、total shareholders equityとshare capitalの差として求められた。したがって資本準備金は内部留保に含まれている。負債合計と株式と内部留保の合計は100%となる。しかし内数である銀行借入、長期負債、事業債の合計は負債合計にはならない。負債合計から内数の銀行借入を差引いたものは、銀行借入以外の企業間信用・事業債などの負債を示す。負債合計から内数の長期負債を差引いたものは、銀行や他企業などさまざまなソースからの短期負債である。

表1の各国別データを地域について平均し、差の有意差検定を行なうことで表2が求められた。まず、東アジアの企業の資金調達パターンが先進国とどのように異なっているかをみよう。負債合計のシェアーをみるとこの値41.75%は先進国の平均値52.55%にくらべて明らかに低い。両者の差は1%に有意水準で有意である。一般に途上国では負債比率が先進国より低いとされてきたが、東アジア諸国でもこのことがあてはまるわけである。他方、銀行借入の比率は東アジアと先進国の平均値はそれぞれ15.11%と16.65%であって、その差は有意でない。すなわち東アジアの金融システムは銀行中心であると言われてきたが、資金調達における銀行借入のシェアーをみる限り、それは必ずしも妥当でない。負債のうちの社債のシェアーもそれぞれ1.38%と1.41%であり、この差も有意でない( $p$ 統計量は0.9300)。もちろん東アジアの社債市場には、期間の短さで、流動市場の未発達、デフォルト後の回収率の低さ、銀行信用と銀行保証への依存など数々の問題をかかえているのであるのだが、量的にみると、そのシェアーは先進国並みである<sup>2</sup>。さらにこれも途上国についてしばしば指摘されるように長期負債のシェアーは東アジアで14.6%、先進国で22.5%であり、東アジアのそれは先進国より有意に低い( $p$ 統計量は0.0000)ことも注目に値する。また、表には掲げていないが、長期負債の中心部分である銀行からの借入の長期比率をみると、先進国では銀行貸出は長期のものが一般に短期のものよりシェアーが大きいのに対し、東アジアの多くの国では逆の傾向が見られる。他方、株式のシェアーは、東アジアと先進国でそれぞれ25.44%と13.91%であって東アジアの方がかなり大きく、その差も有意である( $p$ 統計量は0.0039)。また、内部留保については両地域に有意な差異は認められない。

<sup>2</sup> たとえば、韓国の社債は残高のGDPに対する比率でみると英米並みに高く、きわめて高度に発展しているようにみえるが、その実態はさまざまな問題をかかえている (Kim and Park 2002)。

以上要するに、東アジアの企業の資金調達パターンは先進国のそれと有意に大きな差異をもっている。すなわち、負債合計のシェア特に長期負債のシェアが低く、かわって株式のシェアが大きい。そして内部留保と銀行からの借入総額のシェアは大差ない。言いかえると、先進国の企業が主として銀行などから長期借入によって外部資金を調達しているのに対し、東アジアでは株式と銀行や他企業からの短期負債によって資金を調達しているのである。

次に、他の地域と東アジアを比較するとさらに興味深い結果が得られる。まず、南米と東アジアを比較すると、 $p$ 統計量が全ての指標で0.1~0.2以上であることからわかるように、両地域の企業の資金調達パターンの間には殆ど有意な差がない。すなわち、南米と東アジアは企業資金調達においてきわめて似かよった特色をもっているのである。次に、東アジアと南アジアを比較すると、東アジアにくらべて南アジアは負債合計のシェアが大きく、逆に株式のシェアが低く、また長期負債の割合は高いことがわかる。銀行借入については有意な差はない。すなわち、南アジアは大企業の企業資金調達に関しては、東アジアは大きく異なっており、むしろ先進国のパターンと類似性が強いのである。同様なことは、アフリカ及び中東諸国と東アジアとの関係においてもみられる。アフリカ及び中東諸国でも、東アジアより負債合計のシェアが大きく株式の割合が小さく、長期負債の割合が大きい。すなわち、先進国型に近いことが看取される。

以上要するに、東アジアの企業資金調達パターンが、南米諸国のパターンに類似しており、先進国の資金調達パターンとは有意に異なっている。むしろアフリカ・中東諸国や南アジア諸国は先進国に近い企業資金調達パターンをもっている。そして、東アジアと先進国とのちがいは、株式と長期負債において顕著であり、銀行借入への依存の程度において差異はない。

## [2] 東アジア的特質は何故生じたか。

以上の地域間比較は、企業の資金調達パターンに関しては、東アジアの金融システムは、他の地域ないし先進国とは異なる地域的特質とも言うべきものをもっているということを示唆している。次の課題は、こうした地域的特性がどのような要因にかかわっているかについて暫定的考察を行なうことである。まず、参考までにマクロデータによって経済全体の外部資金調達比率の地域間比較を行なっておこう。表3の第1列がそれであり、世銀データから得られる株式時価総額と国内銀行信用の和のGDPに対する比率すなわちマクロ的外部資金調達比率ないし金融的発展度の地域平均を示している。この表から知られる興味深い事実、この外部資金調達比率については、東アジアは2.09という先進国に近い比率を示しており、両者の間に有意な差はないことである( $p$ 統計量は0.9020)。逆に東アジアや先進国の外部資金調達比率は、一般に他の南米、南アジア、アフリカ及び中東にくらべてかなり高く、その差も大部分有意である。

このことは、上に見出された企業金融における東アジアの先進国・南アジア・アフリカ及び中東との差異は必ずしもマクロ的な金融発展の程度に対応したものではないことを示している。それでは、東アジアの地域的特質は他のどのような要因に根ざしているのであろうか。2つの要因を検討しよう。第一は、企業の規模や産業分布などにみられる実物面での発展パターンとの関係であり、第二に、所有構造や投資家の法的権利などにかかわるエージェンシー問題

との関係である。

### (1) 東アジアの発展パターン

先進国にくらべて東アジアの企業の借入依存度が低く、株式による資金調達依存の大きいことは、ひとつにはこの地域の企業の発展パターンにかかわっていると思われる。

通常、途上国の国際分業への参画は労働集約的製造業品や天然資源集約的製品・原材料の輸出のかたちをとる。南アジア諸国やアフリカ・中東諸国の多くの発展パターンはこうした形態によるものと思われる。これに対して東アジア諸国は、遅くとも 1980 年代以降日本を中心とする先進国から部品・中間財を輸入し、加工組立など労働集約的生産工程の一部を担当し、出来上がった最終生産物を輸出するというかたちで国際分業体制に組込まれてきた。こうした発展パターンをとるとき、東アジア諸国の企業は、規模でみて小規模にとどまることが多い。すなわち資本集約的な部品・原材料を生産するのではないため、必要資本額は少なく済むからである。また、こうしたアウトソーシング体制の中では、半製品の流通や工程間分業のためのネットワーク型の新しいタイプの企業が育ってくることになる。

いま、5 地域の企業規模をドル建の使用総資産額で比較すると表 3 の第 2 列のようになる。予想されたように東アジアの企業の資産規模は南アジアに次いで小さく、平均的に先進国企業の 3.5 分の 1 に過ぎない。そしてこの差は有意である ( $p$  統計量は 0.0085)。

次に、表 4 では東アジアの各国の企業を資産規模によって上から 25%、次の 25% というふうに 4 分位に区分して、それぞれの規模ごとの資金調達パターンをみた。規模ごとの資金調達には明確で有意なパターンの差がある。すなわち負債合計のシェアは規模が大きいほど高く、銀行借入についてもほぼ同様な傾斜パターンがある。逆に、株式のシェアは規模が小さいほど大きく、また内部留保については小企業ほどそれへの依存が高いものの、全体としてさほど顕著な規模格差はない。表には示していないが、同様な作業を先進国と南米について行なった結果、ほぼ類似の企業規模と資金調達パターンの関係が見出された。それゆえさしあたって大規模企業ほど外部借入の割合が高く、株式の割合が小さいということは、一般的傾向として成立すると考えてよかろう。この理由は、いわゆるペッキング・オーダー仮説に近い次のようなものであると考えられる。まず設立間もない企業は創設者の自己資本中心に活動を行い、次第に規模が大きくなるにしたがってまず身近な外部株主（非上場のばあい、その多くが親戚・知人などから出資）からの資金を調達し、次にさらに、エージェンシー・コストの高い借入へと進む。公開企業については、不特定多数の多株主からの資金調達がペッキング・オーダーの最後の手段として利用される。内部留保による資金調達はペッキング・オーダーの考えによれば、最も低いコストであり、設立間もない企業はそれをできるだけ利用しようとするが、成長が早ければ早いほどそれでは間に合わず、外部からの借入に依存せざるを得ない。以上から、東アジア企業の資金調達パターンはその発展パターンのゆえに、必要資本額において小規模であり、このため株式のシェアが高まったとの推察が成り立つ。後にみるように、東アジア企業の公開度は先進国に較べて有意に低く、自己資金の株式資金としての利用や知人や親戚などによる株式投資が多用され、その結果株式のシェアが高まったと考えられる。

次に、表5は次のようにして作成された。まず、各国についてサンプル企業を13の産業に分類し、産業ごとに平均的な資金調達比率（負債合計、銀行借入及び株式の使用総資本に対する比率）を計算し、その比率を全産業の平均的な資金調達比率で割って、産業別の資金調達比率のバイアス度を計算した。次に、東アジアに所属する8ヵ国について資金調達比率のバイアス度を産業ごとに平均し、地域としての平均的バイアス度を求める。さらに先進21ヵ国について同じ計算をし、東アジアの平均値との差の有意度を検定した。こうして作成された表5から次のことが言える。第一に、負債合計や銀行借入への依存度は全産業にくらべて、建設、紙パルプ、金属、電気ガスなどの基幹産業において1より大きく、その他製造業とその他サービス業において1よりかなり小さい。第二に、株式への依存度は全産業にくらべて上記の基幹産業において1より小さく、逆にその他製造業やその他サービス業において1よりかなり大きい。第三に、こうした産業別の資金調達のバイアスのパターンは、東アジアと先進国の間できわめて類似しており、 $p$ 統計量でみて有意な差はない。

Osiris データにおいてわれわれがその他製造業としたものは、SICの3800番台の装置・器具及び3900番台の雑製品製造業であり、またその他サービス業としたものはSICの6700から9900番台に至る。旅行・ビジネスサービス、修理、健康・教育・法律・社会・エンジニアリングサービス、人材派遣、金融などのサービス業及び政府・行政関係のものである。これらサービス業は、日本企業などのアウトソーシングによる委託加工製造業が東アジア地域で定着してくるにつれて、急速に成長した関連小企業であり、これらもまた表4の規模別分析で見たのと類似のペッキング・オーダー仮説に従って株式による資金調達を多用しているものと思われる<sup>3</sup>。

以上要するに、東アジアの企業が株式を中心にした資金調達を行なっていること背景には、委託加工の国際的アウトソーシングを利用した経済発展というこの地域に特徴的な発展パターンに密接にかかわっている可能性がある。こうした発展パターンの中では、企業は自ずから必要資本額でみて小規模であり、また流通やさまざまなサービス業などのネットワーク的企業が中心となることが多い。これらの企業はペッキング・オーダー仮説により外部資金をさほど利用しない傾向があるし、また担保となる固定資本が少ないため借入による資金調達に不向きであると考えられる。東アジア企業の株式と短期負債にかたよって資金調達パターンの発生のひとつの理由はこの点にあると思われる。

## （2）投資家の権利と所有構造

次に投資家の法的権利やその執行力及び地域の企業所有構造が資金調達構造にいかなる影響を及ぼすかを考えよう。

準備作業として La Porta (1998) の判別した各国の法制度の起源 (legal origin) と企業資金調達の関係を整理しておこう。La Porta 達は世界を9ヵ国の法起源をイギリスなどの慣習法 (common law) の伝統をひくものとフランス及びドイツ、スカンジナビア諸国などの市民法

---

<sup>3</sup> 9000番台の行政政府関係については別に考察する必要があるかもしれない。この点は、今後の課題として残される。

(civil law) の伝統をひくものに分類し、両者の間に投資家（貸手 creditor 及び株主 shareholder）の権利に関して顕著な差のあることを見出した。投資家の権利の指標として、経営者への対抗力<sup>4</sup>(antidirectore right)、1株1票原則（one share-one vote）及び貸手の権利<sup>5</sup>の3つをとりあげ、これに法の執行力<sup>6</sup>についての判定を加えて、2つの法的 origin の国々（慣習法 20 カ国、市民法 29 カ国）について平均すると表 6 のようになる。1株1票と法の執行力については2つのグループの間に差はないが、経営者に対する対抗力と貸手の権利に関しては、明らかに英米などの慣習法の国々が高い得点を得ている。次にこの2つのグループの資金調達方法に関する違いであるが、次のようなことが言える。(i) 負債合計と銀行借入については市民法の国の方がシェアが高い。(ii) 株式については有意な差がない。(iii) 内部留保については慣習法諸国の方が高いシェアをもっている。この結果の解釈については慎重でなければならないが、ひとつ言えることは法制度起源と企業資金調達構造の間には必ずしも単純な関係がないということである。たとえば、慣習法諸国の方が市民法諸国にくらべて貸手の権利は強いのかかわらず、負債合計や銀行借入の比率は前者の国の方が低いことなどはこのことを示している。また投資家の権利が強い慣習法の国で内部留保の割合が大きいのは、投資家の権利が強いほど（法の執行力に大差がないとして）経営者の entrenchment 志向が強く、彼等がペッキング・オーダー仮説に従って内部留保によるファイナンスをふやしていることにかかわっているかもしれない。

さて、以上の準備の下で、地域別の投資家の権利の検討に移ろう。表 7 を参照されたい。まず東アジアと先進国諸国を比較しよう。次のことがわかる。(i) 法の執行力については、東アジアは 6.30 であり、先進国の 9.26 より有意に ( $p$  統計量は 0.0000) に劣っている。(ii) 経営者への対抗力では東アジアは先進国より高いがその差は有意でない。しかし 1株1票と貸手の権利に関しては東アジアの方が先進国より投資家の権利が強く、その差は有意である（たとえば東アジアの貸手の権利は 2.88 であるのに対し、先進国のそれは 1.81 で両者の差は 0.0262 のレベルで有意である）。次に投資家の権利を他の地域とくらべると南米との比較では、貸手の権利において東アジアが有意に高い。アフリカ及び中東との比較では、1株1票の点で東アジアの方が高い。南アジアとは有意な差がない。法の執行力については、南米との比較では大差がない。南アジアは東アジアよりさらに低い。

以上要するに、東アジアでは先進国との比較では、投資家の権利はかなり強いものの逆に法の執行力では有意に弱いことがわかった。La Porta et.al. (1998)は、法制起源の異なる国々の

<sup>4</sup> これは、①proxy by mail allowed、②shares not blocked before meeting、③cumulative voting、④oppressed minority、⑤preemptive right to new issue の 5 項目で評価され、それぞれ antidirector right として機能するばあいは 1 点、そうでないばあいは 0 点が与えられる。それゆえ経営者対抗権は 1～5 の間の値をとり数字が大きいほど株主の経営者に対抗する力は大きいと判定される。

<sup>5</sup> これは、①no automatic stay on assets、②secured creditors first paid、③restrictions for going into reorganization、④management does not stay in reorganization の 4 項目で評価され、それぞれが貸手の権利を強めるとき 1 点、そうでないとき 0 点を与えられる。それゆえ、貸手の権利は 1～4 の間の値をとり、数字が大きいほど貸手の法的権利は強いと判定される。

<sup>6</sup> 法の執行力は①efficiency of judicial system、②rule of law、③corruption、④risk of exploitation、⑤risk of contract repudiation からなるが、La Port et al. (1997)にならいこのうち②の rule of law で法の執行力を代表させる。Rule of law は 1～10 の間の値をとり点数の高いほど法の執行力は高いとされる。



間の比較において、投資家の権利の強さは法の執行力によって相殺されるのではなく、逆に強さが強化されるという結果を得ているが、東アジアと先進国の間の関係では必ずしもこのようなことは言えないようである<sup>7</sup>。このことは法の執行力の弱い東アジアでは、投資家の権利はかりに強くとも帳消しにされ、経営者や支配株主による支配が強まる可能性を示唆している。

次に地域別の所有構造の比較に移ろう。表8を参照されたい。表8の第1列は、各国の10代企業の上位3株主の合計株式所有シェアを地域別に平均したものである。東アジアの平均は0.45、先進国は0.41であり、その差は有意ではない。これに対して南米とアフリカ及び中東の上位3株主集中度は先進国より有意に高く（ $p$ 統計量はそれぞれ0.0112と0.0250）、これらの地域との比較では東アジア所有集中度は必ずしも突出して高いとは言えないことにも注目しておく必要がある。さてOsirisデータでは、企業の所有権ないし株主からの独立度を次の4指標によって分類している。

A：（有接所有・間接所有を問わず）所有率が24.99%を超える単独の株主が居ない企業。

B：（有接所有・間接所有を問わず）49.99%以上を所有する株主は居ないが、単独または合計で24.99%を超えて所有する株主が居る企業。

C：（有接所有・間接所有を問わず）49.99%を超える単独の株主が居る企業。

U：以上のA、B、Cのいずれにも属さない企業。

この指標についてはまずAの基準である24.99%がかなり高く、一般的にはかなり公開性の低い企業であってもAに含まれてしまうことに注意せねばならない。また分類された結果からみるとUのグループに属するものが国によっては非常に多く、B及びCに分類されるべき企業が必ずしも十分に識別されていないという印象をうける。おそらく、閉鎖的な集中所有状況を外部に知られたくないという気持ちを考慮すると、B、CとUを区別して取り扱うことは危険であろう。それゆえ、われわれは、公開度の高い企業であるAの企業のパーセンテージのみをとり出し、それを国別に平均し、さらに地域平均を求めてみた。これが表8の第2列である。これから次のようなことがわかる。(i) 東アジアの公開性企業のシェアは15.17%であり、これは先進国の25.81%より有意に低い（ $p$ 統計量は0.0416）。(ii) 公開性企業のシェアは南米において最も低く、その平均値3.49%は東アジアよりも有意に低い（ $p$ 統計量は0.0520）。(iii) 南アジアとアフリカ及び中東の公開性企業のシェアは東アジアと有意な差はない。

以上からわかることは、東アジアは南米ほどではないけれども公開性企業の普及度は先進国よりはるかに低いということである。こうした事実は、上位3大株主の所有比率ではとらえられなかったことであり、注目すべき点であると思われる。

### [3] 企業資金調達における地域敵特質をどう理解するか ― 結びにかえて

<sup>7</sup> また Berglöf and Claessens (2004)は途上国ではコーポレート・ガバナンスのメカニズムよりも執行力、特に私的な執行メカニズム、の方が一層重要であると指摘している。

われわれは[1]で東アジアの大企業部門の資金調達の特徴として、先進国にくらべて借入特にそのうち長期性借入のシェアが低いことと株式のシェアが高いことを見出した。さしあたって[2]で行なった暫定的考察によってこの特色を解釈すると次のようなことが言えるようである。

(i) 東アジア諸国の委託加工製造に基づく成長過程では、必要資金規模の小さいサービス関係を含む多数の小規模企業の果す役割が大きく、これら企業は、ペッキング・オーダー仮説により（内部留保を除いて）借入より非公開株式による資金調達を選好した可能性がある。(ii) 内部留保については、ペッキング・オーダー仮説では最優先されるものの、東アジア企業の80年代以来の高成長の下では必ずしも十分な蓄積がなかったと思われる。蓄積された内部留保はただちに投資の用いられた可能性が高い。(iii) 東アジアの企業の投資家の権利は決して弱くなく先進国よりも平均的には強いのであるが、法の執行力は明らかに先進国より低い。投資家の権利が強いとき、既存の支配的株主は自己の支配力を維持するために自分・知人・親戚などの株式投資を選好する。(iv) 東アジア諸国の企業の公開度は南米ほどではないが先進国にくらべて低く、支配的株主を持つ企業が多い。これらの企業は、自己の支配力を維持するためにグループや同族内での割当により株式資金を調達する傾向が強い。さらに支配的株主は、法の執行力の弱さを利用して外部のマイノリティの投資家の権利を侵害する可能性がある。(v) 東アジア企業の借入依存度は先進国にくらべて低いものの、銀行借入に依存する割合では先進国と大差ない。しかし、銀行からの借入は短期のものが多く、設備資金の源泉として不適なものであった。

以上の総括は東アジア8カ国の平均的な姿を示すにすぎないことを最後に注意しておきたい。たとえば表1でみると、韓国では負債のシェアが高く株式のシェアは小さい。これは韓国の企業は公開性の企業が多いことに対応している。東アジアの国別の数値は附表に一括して示しておいた。

表 1 資金調達の使用総資産に対する構成比 (%) —— 国別データ

		負債合計				株 式	内部留保
			うち 銀行借入	うち 長期負債	うち 事業債		
香港	(395)	36.50	13.90	11.80	0.64	12.70	50.80
インドネシア	(168)	43.30	16.90	16.70	1.01	32.10	23.30
韓国	(1,080)	46.70	19.10	14.80	3.75	13.30	39.90
マレーシア	(719)	38.10	10.90	12.60	0.45	32.70	29.10
フィリピン	(112)	37.70	11.00	15.70	0.86	31.60	30.40
シンガポール	(436)	43.50	13.50	13.60	0.20	24.50	32.00
台湾	(333)	44.00	17.00	16.20	2.54	36.50	19.40
タイ	(263)	44.20	18.60	15.50	1.56	20.10	35.60
東アジア平均		41.75	15.11	14.61	1.38	25.44	32.56
インド	(715)	48.10	5.68	26.20	0.70	6.72	45.10
パキスタン	(82)	69.00	17.60	16.80	0.00	10.20	20.60
スリランカ	(161)	54.60	18.80	21.50	1.72	19.60	25.80
南アジア平均		57.23	14.03	21.50	0.81	12.17	30.50
アジア平均		45.97	14.82	16.49	1.22	21.82	32.00
エジプト	(6)	49.10	9.99	25.10	0.00	25.10	25.70
ケニア	(4)	44.70	11.60	16.90	0.00	8.74	46.50
南アフリカ	(477)	49.80	6.96	17.10	1.53	3.25	46.90
イスラエル	(137)	46.70	15.10	18.20	1.98	3.93	49.40
ジンバブエ	(5)	44.00	5.16	25.30	0.00	0.76	55.30
ヨルダン	(3)	44.80	14.10	30.00	0.00	32.9	22.20
トルコ	(236)	51.70	20.80	16.50	0.00	16.00	32.30
アフリカ及び中東平均		47.26	11.96	21.30	0.50	12.95	39.76
アルゼンティン	(75)	51.20	31.30	20.70	0.00	18.80	29.50
ブラジル	(368)	56.40	22.80	27.30	2.27	25.20	18.00
チリ	(279)	38.40	14.70	19.50	0.00	31.70	29.90
コロンビア	(133)	31.00	11.30	10.50	0.00	6.22	60.90
ペルー	(111)	41.20	13.80	28.20	1.22	35.90	18.00
メキシコ	(185)	50.20	16.40	11.50	0.14	22.60	27.20
ベネズエラ	(43)	58.80	15.30	14.90	0.00	14.30	26.90
南米平均		46.74	17.94	18.94	0.52	22.10	30.06

(続く)

表1 資金調達の使用総資産に対する構成比 (%) —— 国別データ (続き)

負債合計			株 式			内部留保	
			うち 銀行借入	うち 長期負債	うち 事業債		
アメリカ	(6, 612)	45. 80	16. 10	20. 30	0. 00	3. 82	50. 20
オーストラリア	(989)	42. 60	9. 38	18. 80	0. 72	40. 00	17. 20
オーストリア	(127)	54. 70	20. 00	22. 90	0. 95	12. 80	32. 40
ベルギー	(208)	55. 50	21. 40	21. 50	1. 42	14. 60	30. 00
カナダ	(1, 083)	46. 60	8. 17	24. 60	2. 07	26. 40	26. 50
デンマーク	(187)	55. 30	21. 40	22. 40	0. 96	11. 60	33. 00
フィンランド	(176)	51. 60	17. 40	20. 90	1. 45	7. 62	40. 70
フランス	(394)	58. 60	14. 20	20. 30	3. 17	8. 86	32. 50
ドイツ	(918)	57. 70	17. 80	27. 40	0. 80	13. 40	28. 80
ギリシャ	(244)	56. 60	23. 30	21. 00	0. 48	16. 40	26. 90
アイルランド	(107)	45. 40	12. 40	18. 40	0. 62	9. 38	45. 10
イタリア	(253)	59. 90	20. 50	24. 00	1. 84	11. 40	28. 50
日本	(3, 493)	54. 60	20. 00	17. 30	0. 65	11. 80	33. 60
オランダ	(322)	56. 70	14. 30	22. 20	3. 15	5. 36	37. 70
ニュージーランド	(121)	43. 50	13. 10	22. 50	1. 64	30. 30	25. 20
ノルウェー	(235)	55. 40	13. 10	27. 70	1. 41	8. 98	35. 60
ポルトガル	(76)	63. 30	24. 70	30. 00	1. 28	17. 60	19. 20
スペイン	(211)	55. 40	21. 90	22. 70	0. 54	11. 60	32. 90
スウェーデン	(426)	50. 90	15. 00	23. 40	1. 85	8. 29	40. 80
スイス	(187)	52. 70	14. 80	28. 10	3. 60	10. 90	36. 30
イギリス	(3, 118)	40. 80	10. 60	15. 70	1. 11	11. 10	47. 90
先進国平均		52. 55	16. 65	22. 48	1. 41	13. 91	33. 38

注： カッコ内はサンプル企業数である。

表2 資金調達の使用総資本に対する構成比 —— 地域別平均値と差の検定

	負債合計				株式	内部留保
		うち 銀行借入	うち 長期負債	うち 事業債		
<平均値、%>						
アジア	45.97	14.82	16.49	1.22	21.82	32.00
東アジア	41.75	15.11	14.61	1.38	25.44	32.56
南アジア	57.23	14.03	21.50	0.81	12.17	30.50
南米	46.74	17.94	18.94	0.52	22.10	30.06
アフリカ及び中東	47.26	11.96	21.30	0.50	12.95	39.76
先進国	52.55	16.65	22.48	1.41	13.91	33.38
<差の検定：p統計量>						
東アジアとアフリカ・中東	0.0082	0.1808	0.0056	0.1355	0.0424	0.2410
東アジアと南米	0.2165	0.3155	0.1175	0.1459	0.5164	0.6978
東アジアと先進国	0.0001	0.4066	0.0000	0.9300	0.0039	0.8528
東アジアと南アジア	0.0043	0.7272	0.0045	0.4790	0.0514	0.7796
南アジアとアフリカ・中東	0.0409	0.6218	0.9573	0.6225	0.9213	0.3278
南アジアと南米	0.1779	0.4389	0.5886	0.6498	0.1639	0.9648
南アジアと先進国	0.2707	0.4047	0.6761	0.3068	0.7416	0.6093
アジアとアフリカ・中東	0.7283	0.2239	0.0480	0.1665	0.1175	0.1712
アジアと南米	0.8700	0.2476	0.3641	0.1792	0.9553	0.7405
アジアと先進国	0.0222	0.2902	0.0002	0.6100	0.0284	0.6851
アフリカ・中東と南米	0.8998	0.0928	0.4979	0.9725	0.1534	0.2100
アフリカ・中東と先進国	0.0396	0.0358	0.5172	0.0331	0.8198	0.1437
南米と先進国	0.0793	0.5787	0.0946	0.0372	0.0467	0.4624

表3 金融的發展度と企業規模 —— 地域別平均値と差の検定

	金融的發展度	企業規模
<平均値>		
アジア	1.65	427
東アジア	2.09	488
南アジア	0.62	265
南米	0.75	945
アフリカ及び中東	1.40	579
先進国	2.14	1732
<差の検定：p統計量>		
東アジアとアフリカ・中東	0.2320	0.6041
東アジアと南米	0.0271	0.1751
東アジアと先進国	0.9020	0.0085
東アジアと南アジア	0.1017	0.3203
南アジアとアフリカ・中東	0.0593	0.1699
南アジアと南米	0.6807	0.2124
南アジアと先進国	0.0025	0.0517
アジアとアフリカ・中東	0.6426	0.3393
アジアと南米	0.1015	0.0768
アジアと先進国	0.1920	0.0015
アフリカ・中東と南米	0.0426	0.2988
アフリカ・中東と先進国	0.0260	0.0207
南米と先進国	0.0001	0.1235

資料及び注：金融的發展度は世銀データ WDI より得られた株式時価総額と国内銀行信用の和の GDP に対する比率の各国値を地域ごとに単純平均したもの。ただし、東アジアにおいて台湾のデータを欠いている。  
 企業規模はOrisis データにおける 2002 年ドル建の 1 社あたり使用総資産値の各国別平均値を地域で単純平均したもの。

表4 東アジア諸国における資金調達の使用総資本に対する比率 —— 規模別平均値

(A) 負債合計						
	1	2	3	4	合 計	
香港	32.50	36.40	36.70	39.20	36.50	##
インドネシア	25.00	41.00***	53.00***	53.00	43.00	###
韓国	38.00	41.00*	49.00***	58.00***	47.00	###
マレーシア	27.00	36.00***	41.00**	45.00*	38.00	###
フィリピン	17.00	32.00**	36.00	52.00***	38.00	###
シンガポール	38.80	40.00	45.90*	47.90	43.50	###
台湾	37.00	41.00.	47.00**	51.00	44.00	###
タイ	38.00	39.00	46.00	56.00**	44.00	###
(B) 銀行借入						
	1	2	3	4	合 計	
香港	9.96	12.90	14.80	16.80	13.91	###
インドネシア	8.00	17.00***	23.00	19.00	16.90	###
韓国	16.00	19.00**	21.00	22.00	19.10	###
マレーシア	9.00	12.00**	12.00	11.00	10.57	
フィリピン	2.00	8.00*	15.00	15.00	11.00	###
シンガポール	7.90	11.00	14.80*	18.80*	13.55	###
台湾	13.00	16.00	19.00	22.00	17.40	###
タイ	15.00	18.00	19.00	23.00	18.40	#
(C) 株式						
	1	2	3	4	合 計	
香港	20.70	13.90***	10.90*	7.57**	12.70	###
インドネシア	54.00	35.00***	21.00***	19.00	32.00	###
韓国	19.00	15.00***	11.00***	8.00***	13.00	###
マレーシア	47.00	37.00***	31.00***	20.00***	33.00	###
フィリピン	48.00	41.00	32.00	16.00***	31.00	###
シンガポール	32.70	30.30	21.40***	16.00***	24.50	###
台湾	44.00	37.00***	36.00	29.00***	36.00	###
タイ	26.00	26.00	16.00***	11.00**	20.00	###
(D) 内部資産						
	1	2	3	4	合 計	
香港	46.90	49.50	52.30	53.20	50.80	#
インドネシア	21.00	24.00	25.00	23.00	23.00	
韓国	42.00	44.00	40.00**	33.00***	40.00	###
マレーシア	27.00	27.00	28.00	34.00***	29.00	###
フィリピン	33.00	27.00	32.00	31.00	30.00	
シンガポール	28.50	29.70	32.70	36.10	32.00	##
台湾	19.00	21.00	17.00**	20.00	19.00	
タイ	36.00	35.00	38.00	32.00	36.00	

注：(1) 企業規模は1が最小の4分位、2がその上の4分位、3が上位から2番目の4分位、4が最大の4分位。  
 (2) \*\*\*、\*\*、および\*はすぐ下の4分位の企業グループからそれぞれ1%、5%および10%の有意水準で差をもつことを示す。(3) ###、##および#は4のグループと1のグループがそれぞれ1%、5%および10%の有意水準で差をもつことを示す。

表5 産業別の資金調達比率のバイアス度 —— 東アジアと先進国の平均値と差の検定

	負 債 合 計			銀 行 借 入			株 式		
	東アジア	先進国	差の検定	東アジア	先進国	差の検定	東アジア	先進国	差の検定
鉱業	0.88	0.84	0.8229	0.82	0.88	0.8121	1.18	1.05	0.6701
建設	1.12	1.25	0.2758	1.08	1.14	0.8205	0.80	0.73	0.6897
食品	1.11	1.12	0.8275	1.15	1.26	0.4839	0.74	0.90	0.2852
繊維	0.86	0.95	0.4657	1.07	1.18	0.7184	0.89	1.16	0.1801
紙・パルプ	1.02	1.07	0.449	1.16	1.30	0.4649	1.16	1.01	0.2305
化学	1.04	0.99	0.4198	1.05	0.98	0.4852	0.96	0.86	0.3370
金属	1.07	1.05	0.918	1.19	1.30	0.6128	1.19	0.82	0.0535
機械	0.94	1.00	0.3495	0.92	0.98	0.6252	1.04	1.01	0.7377
その他 製造業	0.74	0.72	0.8982	0.75	0.72	0.8561	1.03	0.80	0.3022
運輸・通信	1.06	1.05	0.8219	1.00	1.05	0.7751	0.95	0.93	0.7902
電気・ガス	1.25	1.13	0.3947	1.41	0.89	0.0677	0.73	0.85	0.5523
卸・小売	1.03	1.05	0.8493	0.95	1.12	0.2740	0.97	0.85	0.3505
その他サ ービス業	0.91	0.85	0.164	0.83	0.70	0.1183	1.08	1.19	0.4400

注：産業別の資金調達比率のバイアス度の計算については本文参照。産業分類はSICによる。鉱業の10-14、建設は15-17、食品は20-21、繊維は22-23、紙パルプは24-27、化学は28-32、金属は33-34、機械は35-37、その他製造業は38-39、運輸・通信は40-48、電気・ガスは49、卸・小売は50-59、その他サービス業は67-99をとった。



表6 慣習法諸国と市民法諸国の相違——投資家の権利、  
資金調達比率企業規模の平均値と差の検定

	慣習法諸国の 平均値	市民法諸国の 平均値	差の検定 ( <i>p</i> 統計量)
<b>投資家の権利</b>			
法の執行力	6.68	7.15	0.5645
経営者に対する対抗力	3.41	1.93	0.0000
1株1票	0.24	0.21	0.8265
貸手の権利	3.06	1.70	0.0007
<b>資金調達比率（使用総資産に対する%）</b>			
負債合計	46.11	51.15	0.0316
（銀行借入）	12.21	17.73	0.0003
（社債）	0.88	1.22	0.2811
株式	15.54	17.10	0.4997
内部負債	38.19	30.78	0.0208
<b>企業規模</b>	587	1440	0.0069

注：慣習法諸国は La Porta et.al (1998)で、English origin とされるアメリカ、オーストラリア、カナダ、香港、インド、アイルランド、イスラエル、ケニア、マレーシア、ニュージーランド、パキスタン、シンガポール、南アフリカ、スリランカ、タイ、イギリス、シンバブエであり、市民法諸国はこの他の29カ国である。

表7 投資家の権利 —— 地域別平均値と差の検定

	法の執行力	経営者に対する 対抗力	1株1票	貸手の権利
<平均値、%>				
アジア	5.41	2.91	0.45	3.09
東アジア	6.30	3.00	0.50	2.88
南アジア	3.03	2.67	0.33	3.67
南米	5.00	2.00	0.43	0.67
アフリカ及び中東	4.58	2.57	0.00	3.67
先進国	9.26	2.38	0.10	1.81
<差の検定：p統計量>				
東アジアとアフリカ・中東	0.0642	0.3556	0.0285	0.2312
東アジアと南米	0.2462	0.1052	0.8003	0.0042
東アジアと先進国	0.0000	0.2368	0.0152	0.0262
東アジアと南アジア	0.0382	0.5813	0.6618	0.3653
南アジアとアフリカ・中東	0.0198	0.8961	0.1328	1.0000
南アジアと南米	0.1479	0.4958	0.8067	0.0008
南アジアと先進国	0.0000	0.7334	0.2626	0.0045
アジアとアフリカ・中東	0.3915	0.4432	0.0369	0.3199
アジアと南米	0.7119	0.1029	0.9201	0.0006
アジアと先進国	0.0000	0.2498	0.0189	0.0030
アフリカ・中東と南米	0.5942	0.3962	0.0554	0.0001
アフリカ・中東と先進国	0.0000	0.7361	0.4157	0.0003
南米と先進国	0.0000	0.5302	0.0481	0.0155

表8 所有の集中度 ―― 地域別平均値と差の検定

	上位3大株主の所有比率	サンプル企業の中の 公開性の高い企業の割合
<平均値、%>		
アジア	0.45	14.19
東アジア	0.45	15.17
南アジア	0.46	11.57
南米	0.56	3.49
アフリカ及び中東	0.56	10.38
先進国	0.41	25.81
<差の検定：p統計量>		
東アジアとアフリカ・中東	0.1661	0.5166
東アジアと南米	0.1215	0.0520
東アジアと先進国	0.4951	0.0416
東アジアと南アジア	0.9490	0.7075
南アジアとアフリカ・中東	0.1399	0.8986
南アジアと南米	0.1304	0.1055
南アジアと先進国	0.5750	0.0513
アジアとアフリカ・中東	0.1310	0.5611
アジアと南米	0.0913	0.0511
アジアと先進国	0.4150	0.0129
アフリカ・中東と南米	0.9490	0.2110
アフリカ・中東と先進国	0.0250	0.0056
南米と先進国	0.0112	0.0000

注：上位3大株主の所有比率は La Porta et al (1998)の Table 7 に与えられている各国の10大非金融国内企業  
の上位3大株主の所有比率（平均値）の地域平均である。サンプル企業の中の高い公開性企業とは、Osiris  
data のA企業の数に占める割合を地域平均したものである。A企業については本文参照。

附表 東アジア 8 カ国の個別データ

	香港	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	台湾	タイ
金融的発展度	4.55	0.76	1.65	2.90	0.93	2.39	—	1.43
企業規模	1152	191	560	268	267	563	723	180
<b>投資家の権利</b>								
法の執行力	8.22	3.98	5.35	6.78	2.73	8.57	8.52	6.25
経営者に対する 対抗力	4	2	2	3	4	3	3	3
1 株 1 票	1	0	1	1	0	1	0	0
貸手の権利	4	4	3	4	0	3	2	3
<b>所有の集中</b>								
上位 3 大株主の 所有比率	0.54	0.58	0.23	0.54	0.57	0.49	0.18	0.47
サンプル企業の中 公開性の高い 企業の割合	16.2	4.8	46.8	12.7	1.8	21.1	9.3	8.8

## 参考文献

- Allen, Franklin and Douglas Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Berglöf, Erik and Stijin Claessens (2004), “Corporate Governance and Enforcement,” World Bank Policy Research Working Paper 3409.
- Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demirgüç-Kunt and Vojislav Maksimovic (2001), “Capital Structures in Developing Countries,” *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1, pp. 87–130.
- Claessens, Stijin, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan, and Larry H.P. Lang (1999), “Expropriation of Minority Shareholders in East Asia,” (mimeographed).
- Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine (eds) (2001), *Financial Structure and Economic Growth*, The MIT Press.
- Kim, Sungmin and Jae Hwan Park, (2002), “Structural Change in the Corporate Bond Market in Korea after the Currency Crisis,” *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, BIS papers No.11, pp. 130–146.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 61, pp. 1113–55.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1997), “Legal Determinants of External Finance,” *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1131– 50.
- Mayer, Colin (1990), “Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development,” in R. Glenn Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Mieno, Fumiharu and Hiroshi Gunji (2004), “Firm’s IPO Behavior and its Financial Impacts in Developing Financial Market A Case of Thai Securities Markets in the Early 1990s,” a paper presented at 9<sup>th</sup> Convention of the East Asian Economic Association, 13–14 November 2004, Hong Kong.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (1995), “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data,” *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, pp. 1421– 1460.